

Quando i regimi di capitale cambiano, i benchmark cessano di fare il proprio dovere

Autore



Robert M. Almeida
Portfolio Manager e
Global Investment Strategist

In breve

- I cambiamenti dei regimi di capitale possono turbare la leadership del mercato
- Stiamo passando da un contesto a bassa intensità ad uno ad alta intensità di capitale.
- Con il ritorno in primo piano dei fondamentali, gli investitori potrebbero dover affrontare rischi significativi se dipendono in misura eccessiva dai trend storici nel mutevole panorama economico odierno.

Alcuni eventi futuri sono prevedibili. Ad esempio, sappiamo che il sole sorge ad est e tramonta ad ovest: su questo non ci sono dubbi. Tuttavia, in molti altri ambiti della vita, soprattutto quando si parla di economia e mercati finanziari, il futuro è molto meno certo. In questi casi, gli esiti possono essere interpretati solo in termini di probabilità.

I titoli, in sostanza, rappresentano queste probabilità. Ogni operazione effettuata dagli investitori riflette ipotesi su fattori quali la crescita dei ricavi, i margini di profitto, il fabbisogno di reinvestimento e il costo del capitale. In parole semplici, i prezzi azionari rappresentano probabilità capitalizzate, in quanto costituiscono le "migliori stime" collettive del mercato sui rendimenti che le società dovrebbero realizzare. Quando i rendimenti effettivi superano o deludono queste aspettative, i corsi azionari si adeguano di conseguenza.

I benchmark, come gli indici di borsa, non sono punti di riferimento neutrali. Sono piuttosto panieri ponderati di titoli che riflettono le ipotesi del mercato sulle performance delle aziende. Nel tempo, questi indici tendono a concentrarsi sulle società meglio posizionate per affrontare le condizioni economiche e di capitale prevalenti. Tuttavia, al mutare di queste condizioni, spesso cambia anche la leadership di mercato. Le aziende che un tempo hanno prosperato in un determinato regime potrebbero trovarsi in difficoltà a causa di svariati fattori, quali le nuove tecnologie, il quadro normativo o mutamenti nella disponibilità di capitale. In queste circostanze, emergono nuovi leader e i corsi azionari si adeguano per riflettere i cambiamenti.

2009–2021: l'era della raccolta di capitale

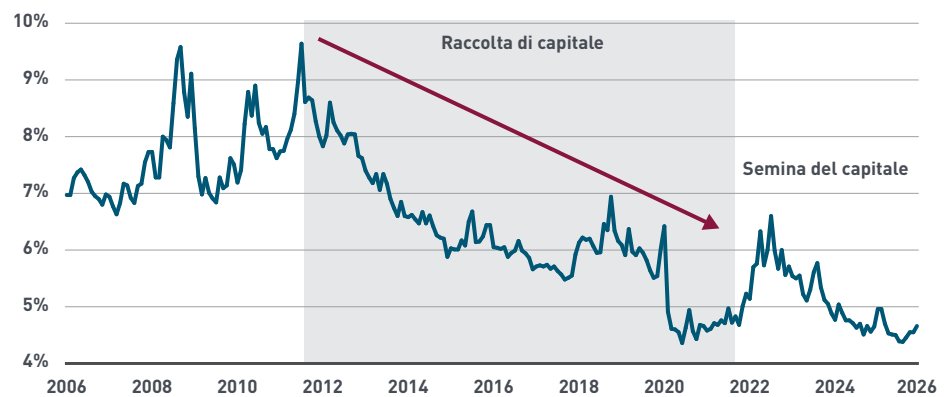
All'indomani della crisi finanziaria globale si è instaurato un regime economico e finanziario insolito, che si è protratto dal 2009 al 2021. Questo periodo è stato contrassegnato dal calo dell'intensità di capitale, da un eccesso di risparmi e dalla costante diminuzione del costo del capitale. In questi anni, le famiglie si sono concentrate sul risanamento delle proprie finanze, le banche hanno ridotto l'attività di concessione prestiti e le aziende hanno tagliato gli investimenti tangibili. Le società hanno esternalizzato la produzione, ottimizzato le catene di approvvigionamento per aumentarne l'efficienza e destinato il capitale a dividendi, buyback azionari e acquisizioni, anziché investire nello sviluppo di nuove capacità. In sostanza, il capitale è stato raccolto anziché investito.



Questo approccio si è tradotto in una redditività storicamente alta, in quanto i rendimenti sul capitale investito sono stati amplificati. Abbinato a tassi d'interesse in costante calo, questo contesto ha favorito l'aumento delle valutazioni azionarie. Gli investitori hanno finito per abituarsi all'idea di un'inflazione contenuta, tassi d'interesse bassi e una redditività del capitale strutturalmente elevata. In questo periodo, gli investimenti basati sui benchmark hanno acquisito slancio, mentre la selezione di singoli titoli ha perso attrattiva. Gli indici si sono concentrati in misura crescente su aziende che eccellevano grazie a modelli scalabili e a bassa intensità di capitale. Tuttavia, anche quando negli ultimi anni le forze economiche alla base di queste valutazioni hanno cominciato a cambiare, il mercato non è riuscito a liberarsi di molte delle ipotesi che le sostenevano.

Figura 1: I mercati non scontano ancora il cambio di regime

■ Earnings yield prospettico dell'S&P 500



Fonte: FactSet. Dati mensili dal 31 marzo 2006 al 28 febbraio 2026. Earnings yield prospettico = 1 diviso per il rapporto price/earnings dei prossimi dodici mesi.

2022 e oltre: l'era della semina del capitale

Intorno al 2022 è iniziato ad emergere un nuovo regime economico e finanziario. Questo secondo ciclo, che potremmo definire di "semina del capitale", è stato plasmato da importanti cambiamenti globali. Eventi quali la pandemia di COVID-19, l'acuirsi delle tensioni geopolitiche e la frammentazione commerciale hanno costretto le società a dare priorità alla resilienza piuttosto che all'efficienza. Le aziende hanno cominciato a creare ridondanza nelle catene di approvvigionamento, espandere le capacità e investire in infrastrutture. L'enfasi si è quindi spostata dall'ingegneria finanziaria (come i buyback azionari e i dividendi) agli investimenti tangibili.

L'ascesa dell'intelligenza artificiale ha impresso ulteriore slancio a questa transizione. La rivoluzione dell'IA richiede investimenti consistenti in data center, generazione di energia, semiconduttori, memorie e capacità di costruzione, tutte attività ad elevata intensità di capitale. Inoltre, il potenziamento delle infrastrutture è soggetto a vincoli pratici, che spingono ulteriormente al rialzo i costi e aumentano il costo marginale del capitale. I costi energetici sono un altro fattore critico; l'attività economica, nella sua essenza, è una trasformazione di energia e l'aumento dei costi energetici ha effetti a catena su diversi settori. Ad esempio, gli aumenti sostenuti dei prezzi del petrolio possono provocare il rincaro dei fattori produttivi, rafforzando la generale tendenza verso un incremento dell'intensità di capitale e delle spese operative.



Con l'aumento del costo del capitale, le aziende hanno più difficoltà a generare rendimenti superiori a questa soglia più elevata. Ottenere rendimenti superiori ai costi marginali più alti diventa sempre più difficile, soprattutto rispetto al contesto di costante riduzione dei costi che ha caratterizzato gli anni 2010. Questo cambio di regime incide anche sui multipli di valutazione che gli investitori sono disposti a pagare, in quanto tassi privi di rischio più alti alterano il panorama degli investimenti.

Al di là delle spese in conto capitale legate all'IA, la tecnologia, benché prometta significativi aumenti di produttività, porta con sé altre sfide. I progressi tecnologici spesso abbassano le barriere all'entrata, promuovendo la concorrenza e facilitando l'ingresso di nuovi operatori nei mercati. Questo processo di "distruzione creatrice" può erodere i vantaggi competitivi delle aziende consolidate, costringendole a reinvestire in misura massiccia per conservare la loro posizione di mercato. Di conseguenza, i primi risparmi dei costi consentiti dall'IA possono essere compensati dalla necessità di reinvestire, rendendo più complicato generare rendimenti elevati e sostenibili in un contesto a maggiore intensità di capitale.

Conclusioni

Gli earnings yield azionari insolitamente bassi di oggi suggeriscono che il mercato sta ancora scontando un contesto economico e di tassi d'interesse simile a quello dell'era post-crisi finanziaria globale. Questa situazione presenta sia rischi che opportunità per gli investitori. Se il panorama degli investimenti sta effettivamente evolvendo verso un contesto caratterizzato da una crescente intensità di capitale, maggiori vincoli pratici, un costo del capitale strutturalmente più elevato e una concorrenza favorita dall'IA, le ipotesi su cui si basano i benchmark potrebbero rivelarsi sempre più fragili. Le valutazioni un tempo sostenute dal calo dei tassi di sconto potrebbero ormai dipendere da un'esecuzione rigorosa in un contesto sempre più esigente.

Le aziende che hanno prosperato in un'epoca caratterizzata da una scalabilità a basso impiego di capitale potrebbero dover concentrarsi maggiormente sugli investimenti tangibili, sul fabbisogno energetico, sulla resilienza della catena di approvvigionamento e sull'intensità dei reinvestimenti. I fondamentali stanno tornando in primo piano, e fare eccessivo affidamento sui trend passati potrebbe essere molto rischioso per gli investitori in questo nuovo regime economico. ▲

Si ricorda che tutti gli investimenti comportano un certo grado di rischio, ivi compresa la possibile perdita del capitale investito.

Le opinioni espresse sono quelle del o degli autori e sono soggette a modifica in qualsiasi momento. Tali opinioni sono fornite a mero scopo informativo e non devono essere considerate una raccomandazione sulla quale basare l'acquisto di titoli né una sollecitazione o una consulenza d'investimento. Non vi è alcuna garanzia che le previsioni si avverino. I rendimenti passati non sono una garanzia dei risultati futuri.

INFORMATIVA GLOBALE

Salvo laddove diversamente indicato, i loghi e i nomi di prodotti e servizi sono marchi commerciali di MFS® e delle sue collegate e possono essere registrati in alcuni paesi.

Distribuito da: **Stati Uniti** - MFS Investment Management; **America latina** - MFS International Ltd.

Si noti che in Europa e nella regione Asia-Pacifico, il presente documento può essere distribuito solo a professionisti dell'investimento e clienti istituzionali. In Canada il presente documento può essere distribuito solo a clienti istituzionali. In Qatar questo documento è destinato esclusivamente a investitori sofisticati e a persone con un patrimonio netto elevato.

Nota per i lettori del Canada: pubblicato in Canada da MFS Investment Management Canada Limited. **Nota per i lettori di Regno Unito e Svizzera:** pubblicato nel Regno Unito e in Svizzera da MFS International (U.K.) Limited ("MIL UK"), una private limited company (società a responsabilità limitata) registrata in Inghilterra e Galles con numero 03062718, e autorizzata e soggetta alla vigilanza della Financial Conduct Authority britannica, che sorveglia sulla conduzione delle sue attività di investimento. MIL UK, una controllata indiretta di MFS®, con sede legale in One Carter Lane, Londra, EC4V 5ER. **Nota per i lettori europei (esclusi quelli di Regno Unito e Svizzera):** pubblicato in Europa da MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux) – autorizzata ai sensi del diritto lussemburghese come società di gestione di Fondi con sede in Lussemburgo. La società fornisce prodotti e servizi di investimento agli investitori istituzionali e ha sede legale come S.a.r.l. al 4 Rue Albert Borschette, Lussemburgo L-1246. Tel.: 352 2826 12800. Questo materiale non deve essere diffuso o distribuito a persone diverse dagli investitori professionali (nei termini consentiti dalla normativa locale) e non deve essere utilizzato o distribuito in nessun caso, laddove tale utilizzo o distribuzione contravvenga alla normativa locale; **Singapore** - MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M); **Australia/Nuova Zelanda** - MFS International Australia Pty Ltd ("MFS Australia") (ABN 68 607 579 537) è registrata con numero di licenza per servizi finanziari 485343. MFS Australia è soggetta alla vigilanza della Securities and Investments Commission australiana; **Hong Kong** - MFS International (Hong Kong) Limited ("MIL HK"), una private limited company (società a responsabilità limitata) autorizzata e soggetta alla vigilanza della Hong Kong Securities and Futures Commission (la "SFC"). MIL HK è autorizzata a negoziare in titoli e a svolgere attività di gestione patrimoniale, oltre che a fornire taluni servizi di investimento a "investitori professionali", come definiti nella Securities and Futures Ordinance ("SFO"). **Per gli investitori professionali in Cina** - MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, Cina, una società a responsabilità limitata cinese registrata per fornire servizi di consulenza in materia di gestione finanziaria; **Giappone** - MFS Investment Management K.K., è iscritta come società di gestione di strumenti finanziari (Financial Instruments Business Operator) presso Kanto Local Finance Bureau (FIBO) con numero 312, fa parte dell'Investment Trust Association giapponese e della Japan Investment Advisers Association. Dato che le spese a carico degli investitori variano in base a diversi fattori, come la tipologia di prodotti e servizi, il periodo di investimento e le condizioni di mercato, non è possibile indicarne in anticipo l'importo totale né i metodi di calcolo. Tutti gli investimenti comportano dei rischi, incluso quello di fluttuazione dei mercati, ed è possibile che gli investitori perdano il capitale investito. Gli investitori devono ottenere e leggere attentamente il prospetto informativo e/o il documento previsto dall'Articolo 37-3 del Financial Instruments and Exchange Act prima di sottoscrivere l'investimento; **Per i lettori in Arabia Saudita, Kuwait, Oman ed Emirati Arabi Uniti (esclusi DIFC e ADGM). In Qatar questo documento è destinato esclusivamente a investitori sofisticati e a persone con un patrimonio netto elevato. In Bahrein questo documento è destinato esclusivamente a istituzioni sofisticate: Le informazioni contenute nel presente documento sono destinate esclusivamente agli investitori professionali.** Le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono e non devono essere interpretate come un'offerta, un invito o una proposta di offerta, una raccomandazione a presentare una richiesta, ovvero un parere o un'indicazione su un prodotto, un servizio e/o una strategia finanziaria. Sebbene sia stata posta la massima attenzione nell'assicurare l'accuratezza delle informazioni contenute nel presente documento, non ci si assume alcuna responsabilità per eventuali errori, sbagli o omissioni o per qualsiasi azione intrapresa facendo affidamento su di esse. È possibile riprodurre, diffondere e utilizzare questo documento (o parte di esso) solo con il consenso di MFS International U.K. Ltd ("MIL UK"). Le informazioni contenute in questo documento hanno scopo puramente informativo. Il presente documento non è destinato alla distribuzione al pubblico, che non vi deve fare affidamento. Le informazioni contenute nel presente documento possono includere dichiarazioni che non sono di natura puramente storica, ma che costituiscono invece "dichiarazioni previsionali". Queste includono, tra l'altro, proiezioni, previsioni o stime di reddito. Queste dichiarazioni previsionali si basano su determinate ipotesi, alcune delle quali sono descritte in altri documenti o materiali pertinenti. Se non dovete comprendere il contenuto del presente documento, vi consigliamo di rivolgervi a un consulente finanziario autorizzato. Si prega di notare che qualsiasi materiale inviato dall'emittente (MIL UK) è stato inviato elettronicamente dall'estero. **Sudafrica** - Il presente documento e le informazioni in esso contenute non sono da intendersi e non costituiscono un'offerta pubblica di titoli in Sudafrica e di conseguenza non devono essere interpretati come tali. Il presente documento non è destinato alla diffusione al pubblico in Sudafrica. Il presente documento non è stato approvato dalla Financial Sector Conduct Authority e neanche MFS International (U.K.) Limited né i suoi fondi sono registrati per la vendita al pubblico in Sudafrica.